



### 點金

過去十年自由，未來十年創富。  
吃喝玩樂逍遙遊，股票黃金兩地通。  
中港融合是主流，全因創富人人夢。

# 創富行

## 全球經濟

# 「三速復甦」

全球經濟此前呈現出的「雙速復甦」——即新興市場和發展中經濟體增長強勁、先進經濟體增長疲軟的狀況，目前已變成「三速復甦」。新興市場和發展中經濟體的經濟表現依然強勁，但在先進經濟體，美國和歐元區似乎日益呈現出不同的發展趨勢。國際貨幣基金組織（IMF）公佈了最新全球經濟展望報告，預料今年全球經濟增長只有3.3%，較今年初的同類預測低0.2%；其中，新興市場和發展中經濟體的增速預計在2013年將達到5.3%，2014年將達到5.7%；美國2013年將增長1.9%，2014年為3.0%。與此形成對照，歐元區的增長預計在2013年為-0.3%，2014年為1.1%。



IMF 在報告中指出，基於美國財政整頓的背景，目前，儘管私人需求已隨着信貸和房地產市場的恢復而有所提振，但財政調整的幅度大於預期將使該國2013年的實際GDP增長率停留在2%上下。

而歐元區的負增長預測則反映周邊國家的增長疲軟，也反映出核心國家的某些疲弱狀況。IMF認為，德國的增長在加強，但預計2013年仍將低於1%；法國經濟2013年將是負增長，這是財政整頓、出口表現不佳、信心低落等因素共同作用的結果。但另一方面，市場卻擔心，核心國家是否有能力給予周邊經濟體以必要之幫助。IMF預計，多數歐元區周邊國家（特別是意大利和西班牙）2013年經濟將顯著收縮。內部貶值過程正在緩慢進行，這些國家中的多數正逐漸變得更有競爭力。然而，外部需求不夠強，難以彌補內部需求的疲軟。薄弱的銀行、薄弱的政府、低迷的經濟活動之間的負面回饋迴路仍在相互強化。

### 政策風險不能鬆懈

在多年的通貨緊縮、經濟增長極其緩慢或停滯之後，日本新一屆政府宣佈了一項新的政策，基本內容是大規模量化寬鬆、正通脹目標、財政刺激和結構改革。IMF認為，該政策將在短期內促進經濟增長，預測日本2013年的增長將為1.6%。

與先進經濟體喜憂參半的形勢形成對照，新興市場經濟體表現良好。目前商品價格高漲、利率低、資本大量流入的狀況在過去往往會導致信貸繁榮和經濟過熱。但這一次，政策制定者總體上有效地將總需求控制在與潛

在水平相一致的水準上。IMF也同時指出，一些主要新興市場經濟體的潛在增長率本身相對於危機前趨勢有明顯下降。儘管不同國家的情況有所不同，但有證據顯示，這種下降有一部分是源於政策引致的扭曲，應加以解決。美國的重點應是確定財政整頓的正確路徑。IMF報告認為，儘管自動預算削減程序緩解了對債務可持續性的擔憂，但這是錯誤的做法。美國目前應實施規模更小的、更有效的財政整頓，同時承諾未來加大整頓力度。

歐元區過去一年在制度方面取得了進展，特別是制定了銀行業聯盟的路線圖。歐洲中央銀行提供的「直接貨幣交易」計劃雖然尚未開始實施，但已經降低了小概率重大風險。但IMF直指這還不夠，周邊國家的借款人支付的利率依然過高，無法確保經濟復甦。另外，極需採取進一步措施，在不削弱主權信用的情況下增強銀行。私人需求的疲軟也表明，國家應當在自願的情況下讓自動穩定器發揮作用，一些具備財政空間的國家還應在此基礎上採取進一步措施。

至於新興市場方面，IMF認為相關經濟體仍要面對不同的挑戰，其中之一是如何應對資本流動。新興市場經濟體的基本前景具有吸引力，加上先進經濟體目前的低利率，這可能導致許多新興市場經濟體出現持續資本淨流入和匯率升值壓力。這樣一個過程是市場希望出現的，也是全球再平衡的一部分，而全球再平衡是使世界經濟恢復健康所必需的。同時，資本流動可能波動不定，這增大了宏觀經濟管理的難度。資本流入國面臨的挑戰

是，努力適應這一基本趨勢，同時在資本流動威脅宏觀或金融穩定時降低其波動性。

總之，IMF相信，在美國最近經濟形勢好轉的同時，市場對歐元區的擔憂重新加劇。鑒於各國之間的緊密相互關聯性，不均衡的復甦也是充滿危險的復甦。一些小概率重大風險已經降低，但政策制定者現在還不能放鬆。

### 黃金價格仍處高位



至於全球大宗商品方面，近期黃金白銀史無前例的暴跌，給了風雨飄搖的全球大宗商品沉重一擊。高盛發表最新報告指出，即使金價已經暴跌，但目前仍處於歷史高位，未來繼續下跌風險仍然很大，所以不建議投資者抄底。首先，支撐黃金價格走強的兩大原因都不復存在，一是抗通脹，二是避險需求。此外，目前支撐金價的主要是投資需求，並非消費需求，而投資需求已經出現了明顯衰退，未來黃金被拋售的壓力很大，尤其是過去幾年黃金ETF產品在高位建倉黃金，至少有300噸黃金的建倉成本高於目前的黃金價格，如果這些ETF開始拋售黃金，金價可能會迎來新一輪暴跌。

事實上，幾乎所有期貨品種都對此做出反應，ICE的布倫特原油期貨價格自去年7月份以來首次跌破100美元關口，國際油價走出單邊暴跌行情；高盛也指出，將3個月後的銅價預期從此前的每噸8000美元下調至每噸7500美元，將6個月後和12個月後的銅價預期分別下調至每噸8000美元和7000美元，之前分別為9000美元和8000美元。雖然下調了價格預估，其預期仍反映出該行維持未來銅價將高於目前水平的觀點。美元指數大幅走強，且市場對未來商品需求前景依然充滿擔憂，是此輪大宗商品下跌的主要原因。目前謹慎情緒濃厚，市場弱勢相信短期難以改變。

## 新興股市重回主流

今年以來，歐美股市屢創新高，全球股市的態勢也明顯回暖。在這個新經濟周期當中，市場普遍看好美國經濟前景和股市的投資價值。不過，摩根資產管理在最新一季《環球市場縱覽》指出，短線而言，美日股市可望延續政策面帶動的強勁表現，長線來看，新興股市將在企業獲利逐季回升下重回主流。

摩根資產管理在報告中表示，儘管目前全球資金充裕，但成熟市場與新興市場卻呈現兩極化走勢，相信這樣的差異主要來自於成熟與新興企業獲利動能回升步調不同。目前市場對於美國及日本企業獲利預期上調的家數已高於下調家數，但新興市場及亞洲的企業獲利卻還在下修階段。再從收益率來看，成熟市場債券殖利率約1.5%，股利率卻有2.5%以上的水準，當然吸引資金前進成熟股市；新興市場恰好相反，債券殖利率約5%明顯高於3%的股利率，因而拉長資金停駐新興股市的時間，也造就成熟股市出頭的機會。

展望今年下半年，摩根資產管理表示，在全球景氣微溫增長的環境下，短線以政策面支持股市動能的美國及日本較具優勢，長線而言，新興股市在估值回升及企業盈餘改善的帶動下，可望重回投資主流。

美國股市的強勁表現，不只是政策面推動估值回升，還有來自內部經濟結構的改善。報告亦說明，今年第一季美國家庭淨資產達6900億美元，已遠遠超越金融海嘯前的6700億美元，且家庭負債比也已經從去年底14%的高峰大幅下滑至10.4%，驅動美國經濟復甦更加穩健。此外，美

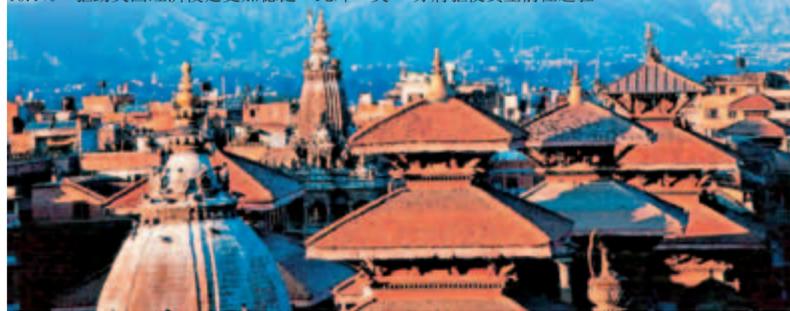
國企業滿手現金，去化管道將以發放股利與購買庫藏股為主要途徑，然而，在年初國會兩黨上調股利稅後，實施庫藏股將形成熱潮，成為助漲美股的一大動能。

日本股市則是明顯反應政策面利多。報告指出，日本央行祭出超級寬鬆政策，力圖擺脫通縮困境，並放手讓日圓貶值，帶動企業獲利預估大幅上調，也推升消費者信心來到五年新高。目前看來，日本經濟翻身有望，但後續需觀察日本央行寬鬆政策能否提振內需消費及改善經濟結構。

至於中國股市方面，雖然近期走勢偏弱，但主要是中國現階段的零售數據令人失望，估計今年全年經濟增長率應該仍可維持在8%至8.5%之間，在歐美去槓桿化環境下，也只有中國能維持高水準成長；因此，投資人應繼續將焦點放在中國如此更穩健、非顯速的成長步調。

新興市場第一季表現落後，但企業獲利動能已有所回升，EPS年增率將從去年的2%成長至今年的17%，優於美日的7%至15%。報告認為，隨着經濟增長預期逐季改善，新興股市落後補漲可期，未來一年可望重新奪回主流地位。

從目前的情況看，資金並未撤出債市，能夠推升股市上漲的動能主要是來自於現金，因為現金收益率太低。由於今年整體經濟環境仍然充滿挑戰，金融市場反覆波動，固定收益商品仍是投資組合中不可或缺的一環，尤以收益率高於公債的高收益債券及新興市場債券最具投資吸引力，不但全球經濟復甦有利於債券價格表現，低利環境亦將驅使資金前往進駐。



## 管控放鬆 中國房產市場將更活躍

德勤中國日前首次發佈2013年中國內地房地產上市企業與市場的展望報告。該報告表示，中國房地產行業將繼續受到監管政策和行政措施的影響。儘管自去年5月以來，房價及銷售額已經開始復甦，但房地產行業投資及土地市場仍不活躍；雖然近幾個月來有關土地拍賣的頭版頭條屢見不鮮，但房地產公司在開始新的建設項目上態度依舊非常謹慎。

2011年中央政府頒布了多項調控措施，從市場供需兩方面着手，給房地產市場降溫。但從2012年初起，中央及地方政府都放鬆了對房地產市場的一些政策限制，推出包括提高公積金貸款的信貸限額，上調普通住房標準及指導價，並對購買裝修房給予補助等臨時措施。

鑒於利率下調及銀行信貸政策放鬆，2013年房地產市場的整體監管環境可能比2012年略有寬鬆。但為了遏制投資激增，政府取消住房限購政策的可能性不大。因此，在房地產市場整體方面，可能比2012年更加活躍，但房產交易量與房價的回升將更趨理性，一旦房價有大幅上漲之勢，不排除更嚴格的宏觀調控政策出臺。

### 未來數年或現行業整合

隨着可能出現的監管放鬆以及銷售額的持

續復甦，房地產市場的總投資可能溫和回升。過去幾個月已經消化的房地產庫存將為房地產公司創造機會，利用更多資金投資新建設。

該報告續稱，在土地市場業績方面，2013年將更多地依賴於房地產公司的流動性水平，這種狀況有別於過去兩年的情況。回穩的銷售量，貨幣及信貸的適度寬鬆政策將提升行業的現金頭寸。另一方面，大多數土地收購交易都由一些龍頭公司取得，可見在未來數年內會出現行業整合。

同時隨着經濟復甦，貨幣政策趨於寬鬆，以及投資者信心增加，中國的整體資本市場可能比2011和2012年更為活躍，中國房地產市場有望繼續吸引投資者興趣。該報告依照市場數據分析，對往後趨勢提出以下預期：

房地產行業利潤率未來有可能會繼續下滑。高昂土地收購成本將對毛利率帶來巨大衝擊。此外，營銷、銷售及行政開支、融資成本日益增加將對淨利潤率造成進一步影響。

從長遠來看，地產投資方向將有所改變。由於投資渠道有限，地產成為富有的中國公民的主要投資選擇之一。過去十年房價驟升，投資者們取得非常顯著的投資收益。但近年來政策和措施已顯示出對普通住房和經濟適用房的需求日益增加，以滿足大多數公民的「住房」需求。

